

0-793877



На правах рукописи

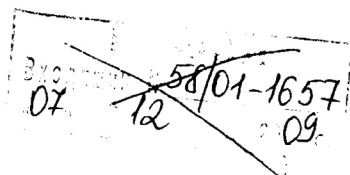
РУСАНОВСКАЯ Елена Викторовна

**РАЗВИТИЕ БАНКОВСКОГО ПРОЕКТНОГО  
ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Саратов - 2009



Диссертация выполнена в ГОУ ВПО "Саратовский государственный социально-экономический университет".

Научный руководитель - д-р экон. наук, профессор  
Богомолов Сергей Михайлович

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор  
Марамыгин Максим Сергеевич  
- канд. экон. наук, доцент  
Рябова Александра Федоровна

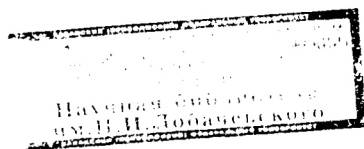
Ведущая организация - Тольяттинский государственный университет.

Защита состоится 28 декабря 2009 года в 13<sup>00</sup> час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Автореферат разослан 27 ноября 2009 года.



Ученый секретарь диссертационного  
совета, д-р экон. наук, профессор

С.М.Богомолов

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000792612

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Преодоление последствий глобального финансового кризиса предполагает диверсификацию российской экономики, модернизацию ее инфраструктуры, технологическое обновление производственного аппарата, внедрение инноваций, что не возможно без масштабного привлечения инвестиций из различных источников на принципах проектного финансирования. Активная реализация эффективных инвестиционных проектов в Концепции долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 г. отнесена к числу основных приоритетов. В соответствии с целевыми ориентирами долгосрочного развития России увеличение объема инвестиций в 4 раза, по сравнению с уровнем, достигнутым в 2007 году, должно обеспечить общий рост ВВП в 2,3 раза, а реальных доходов населения - в 2,6 раза.

Среди всех финансовых институтов, призванных обеспечить инвестиционную активность в экономике, ведущая роль отводится банкам: до 2020 года вклад банковского сектора в финансирование инвестиций должен возрасти в 2,6 раза и составить 25% к ВВП, против 9,4% - в 2007 году. Потенциал, которым сегодня располагают российские банки, явно не отвечает столь масштабным задачам. Достаточно сказать, что в соответствии с генеральной схемой размещения объектов электроэнергетики России потребность только этой отрасли в инвестициях до конца 2020 года оценивается Правительством РФ в 20,7 трлн. руб., что сопоставимо с величиной ресурсов, которыми располагали все российские коммерческие банки на конец 2008 года (28,0 трлн. руб.). Еще более скромными возможностями, по сравнению с общей потребностью субъектов экономики в инвестициях<sup>1</sup>, обладает каждый отдельно взятый банк. Так, крупнейший оператор на рынке инвестиционного кредитования - Внешэкономбанк, управляющий потоком инвестиций на основе государственно-частного партнерства, планирует к 2012 году осуществить прямых инвестиций в форме долгосрочных кредитов, выданных предприятиям, на сумму 850 млрд. руб., в форме вложений в уставный капитал предприятий, реализующих инвестиционные проекты, - 120 млрд. руб. и в форме выданных гарантий - 100 млрд. руб.

На этом фоне становится очевидным, что известные российской науке и практике пути решения проблемы выполнения банками своей роли в инвестиционном обновлении экономики, основанные на традиционных механизмах долгосрочного кредитования, требуют переосмысления. На повестке дня остро стоит вопрос разработки принципиально новых подходов, механизмов и схем участия банков в финансировании инвестиций, которые позволили бы преодолеть ограниченность сформировавшихся представлений и учитывали бы опыт в этой сфере банков развитых стран. В этой связи актуальным становится исследование вопросов развития в России банковского проектного финансирования,

---

<sup>1</sup> По экспертным оценкам, объем ежегодных долгосрочных инвестиций в экономику должен составлять не менее 60% ВВП. См.: Банки и деловой мир. 2008. - сентябрь.

включающие в себя разработку теоретических и методических проблем его организации и осуществления.

**Степень научной разработанности проблемы.** Отечественная наука накопила обширные знания о банковской деятельности в самых различных сферах. Большой вклад в разработку современной отечественной теории банковского дела внесли: Г.Н. Белоглазова, Е.Ф. Жуков, Л.В.Ильина, Г.Г. Коробова, О.И. Лаврушин, И.Д. Мамонова, А.Н. Молчанов, А.М. Тавосиев и др. Вопросы банковского инвестирования рассматривают в своих работах такие авторы, как Н.Г. Антонова, М.Ю. Бабичева, Н.И. Валенцева, В.С. Былинкина, Ю.Е. Котченко, В.В. Киселев, В.И. Колесников, Л.П. Кроливецкая, В.М. Усоскин, М.М. Ямпольский и др. Основопологающие принципы портфельного инвестирования в рыночных условиях заложены в работах У.Ф. Шарпа, Д.В. Бэйли, Г.Д. Александера, Д. Макнотона, А. Гончарова, Д. Гриштина, Я.М. Миркина, М.Ю. Алексеева, А.И. Басовой, В.А. Боровковой, В.А. Галановой, Ю.А. Данилова, Н.П. Маренкова, Р.Г. Ольховой, Е.В. Семенковой.

Проблемам проектного финансирования посвящено немало исследований, представленных в отечественной и, особенно, в зарубежной литературе. Направления развития проектного финансирования исследуются в работах таких зарубежных ученых как Р. Айзенвейтс, Д. Айтман, Дж. Бенстон, Г. Винтер, П. Вуд, М. Дэн, Э.Р. Йескомб, Р. Келлер, И. Лаферман, С. Майерс, М. Пебро, Д. Сзведж, Л. Уолл, Р. Хили, М. Хитт, М. Холлидр и др. В работах А. Баринаова, В. Иванова, В. Катасонова, Д. Морозова, Е. Телегиной, В. Москвина, А.Щербакова рассмотрены причины слабого развития проектного финансирования в России, существующие проблемы его использования для реализации крупных инвестиционных проектов. Роль банков в проектом финансировании рассматривается в работах таких авторов как А. Андросов, О. Богданов, В. Киселев, В. Ковалев, О. Кузнецов, А. Мовсеян, В. Усоскин и др. Место проектного финансирования в системе различных способов привлечения инвестиционных ресурсов рассматривается в работах таких зарубежных исследователей как С. Гатти, Р. Брейли, С. Майерс, П. Невитт, Ф. Шарп. Среди отечественных ученых существенный вклад в разработку теоретических основ проектного финансирования внесли И.И. Попков, Б.С. Ирниязов, В.Н. Шенаев, В. Хренов и другие авторы.

Накопленные отечественной и зарубежной наукой знания являются основополагающими в научном анализе проектного финансирования. Вместе с тем, остается недостаточно изученной роль проектного финансирования в развитии банковской деятельности - этим вопросам посвящено значительно меньше научных работ. До сих пор в теории не сформирована научно-обоснованная модель управления рисками проектного финансирования.

Высокая актуальность и практическая значимость проблемы проектного финансирования и его роли в развитии инвестиционной банковской деятельности, а также слабая теоретическая и методическая разработанность, обусловили выбор темы, определили цель, задачи, логику и структуру диссертации.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертационной работы является обоснование теоретических положений и методических подходов, способствующих развитию банковского проектного финансирования в России. Цель исследования логически определила постановку следующих задач:



- рассмотреть теоретические основы проектного финансирования и его понятийный аппарат;
- изучить содержание банковского проектного финансирования и особенности его реализации в зарубежной и отечественной науке и практике;
- рассмотреть организацию проектного финансирования и порядок его осуществления в российских коммерческих банках;
- разработать методические вопросы оценки эффективности и финансовой состоятельности финансируемого проекта;
- исследовать механизмы финансирования сделок проектного финансирования с участием банков;
- оценить перспективы и определить направления развития банковского проектного финансирования в России;
- обосновать рекомендации по совершенствованию управления рисками в рамках банковского проектного финансирования;
- дать предложения по развитию сопутствующих проектному финансированию услуг банков.

**Предмет и объект исследования.** Предметом исследования выступила система экономических отношений, возникающих между банками и другими участниками инвестиционных проектов по поводу осуществления банковских услуг в процессе проектного финансирования.

Объектом исследования стала деятельность банков на рынке проектного финансирования.

**Теоретические и методологические основы исследования.** Теоретической и методологической основой исследования выступают фундаментальные и прикладные исследования, а также концепции, представленные в работах отечественных и зарубежных авторов в сфере проектного финансирования, законодательные и нормативные документы.

Теоретической основой исследования являются также труды отечественных и зарубежных ученых в области управления рисками инвестиционной деятельности банков. Методологической основой работы служат российские и международные нормативно-правовые документы, современная теория инвестиционного анализа и риск-менеджмента, а также труды отечественных и зарубежных ученых по вопросам управления инвестиционной деятельностью банков. При обосновании и разработке положений диссертации применялись методы системного анализа, экономико-математического моделирования, многомерного сравнительного и факторного анализа, а также экспертно-аналитический метод.

**Научная новизна диссертационного исследования** состоит в постановке, теоретическом обосновании и решении комплекса вопросов, связанных с разработкой методологических подходов и научно-практических рекомендаций по недостаточно исследованной в российской науке проблематике осуществления банковского проектного финансирования.

Полученные при этом научные результаты заключаются в следующем:

- систематизированы существующие подходы к пониманию проектного финансирования, среди которых выделены организационный, технологический, продуктовый, балансовый подходы;

- обоснована трактовка проектного финансирования, в рамках которой, в отличие от традиционного отождествления с одним из методов привлечения ресурсов и способом осуществления инвестиций, финансирование рассматривается как сложная форма финансовой деятельности по реализации инвестиционно-го проекта;

- выделены существенные признаки проектного финансирования как формы финансовой деятельности - изначальная ориентация в финансировании проекта на займ, необходимость распределения рисков в силу значительных размеров финансирования и его долгосрочного характера, многоканальность финансирования и сложность схем его реализации, необходимость создания под финансирование специального проектного предприятия;

- дана системная характеристика проектного финансирования и названы ее основные элементы: объект, в качестве которого выступает финансируемый проект; субъекты - инициаторы проекта, с одной стороны, и инвесторы и кредиторы - с другой, организационная структура, предполагающая создание специального проектного предприятия; механизмы осуществления, включающие способы, формы и инструменты финансирования; регулятор, в роли которого должно выступать государство, и инфраструктура - институты финансового рынка;

- предложена авторская трактовка банковского проектного финансирования как его особой формы, в рамках которой существенно меняются возможности, масштабы, схемы, риски, затраты и характер проектного финансирования в силу участия в его осуществлении банков, при этом доказано, что данные изменения происходят, когда банк, как финансовый посредник, задействует механизмы финансируемого и нефинансируемого субучастия в проекте других контрагентов рынка инвестиций;

- разграничены общие и специфические принципы банковского проектного финансирования; при этом к числу специфических принципов отнесены принципы правовой и экономической обособленности объекта, многоканальности и структурированного характера финансирования, приоритета денежного потока над активами, ориентации на заключительную стадию осуществления проекта, множественности форм участия банков в финансировании;

- проведена классификация моделей банковского проектного финансирования (параллельное, последовательное, участие в риске), в основу которой положены критерии контроля банка над проектом (устанавливается, устанавливается и утрачивается, не устанавливается) и источника возмещения затрат банка при прямом или косвенном участии в проекте;

- разработана необходимая для осуществления названных моделей методика многоаспектной оценки проекта в целях реализации финансируемого и нефинансируемого участия банка в проекте;

- предложен методический подход к оценке рисков проектного финансирования на основе матрицы рисков, а также предложен инструментарий и процедуры проведения такой оценки;

- разработан комплекс рекомендаций по развитию банковских инноваций в проектном финансировании путем конструирования финансовых схем, предусматривающих нестандартные потоки денежных средств, использования ком-

бинации различных финансовых инструментов для защиты от риска (в том числе за счет сотрудничества с другими экономическими агентами, готовыми брать на себя риски) и развития нефинансируемых форм участия банка в проекте;

- даны предложения по расширению мер государственной поддержки и стимулированию развития банковского проектного финансирования, предусматривающие создание аналогичного АИЖК Агентства по проектному финансированию, осуществление Банком России рефинансирования коммерческих банков под залог требований по проектному финансированию, а также смягчение требований к предельному размеру кредитных рисков (норматив Н6) для банков, осуществляющих проектное финансирование под государственные гарантии.

**Теоретическая и практическая значимость работы.** Теоретическая значимость работы заключается в том, что результаты проведенных исследований способствуют расширению теоретической и методологической базы развития проектного финансирования в РФ. Содействуют совершенствованию методов риск - менеджмента, расширению знаний о подходах к комплексной оценке проектов, а также могут быть использованы при разработке учебных курсов по дисциплинам "Деятельность коммерческого банка", "Инвестиции", "Банковский менеджмент", "Банковские риски". Практическая значимость исследования состоит в возможности использования результатов работы для целей развития банковских услуг. В работе использован опыт западных стран, а также опыт отдельных российских банков при разработке методов оценки банковских рисков. В диссертации систематизирован программный инструментарий оценки проектов и рисков проектного финансирования, который может быть использован на практике.

**Апробация результатов исследования.** Основные теоретические положения и результаты диссертационного исследования отражены в 14 публикациях (в том числе 4 публикации в журналах, включенных в список ВАК) общим объемом 9,5 п.л. Положения и выводы диссертации излагались на международных, всероссийских и региональных конференциях.

**Структура работы.** Работа имеет следующую структуру, определенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

Введение

Глава 1. Теоретические основы банковского проектного финансирования

1.1. Понятие и содержание банковского проектного финансирования

1.2. Особенности банковского проектного финансирования как инструмента осуществления инвестиций

Глава 2. Организация проектного финансирования в коммерческих банках

2.1. Порядок осуществления банковского проектного финансирования

2.2. Оценка эффективности и состоятельности финансируемого проекта

2.3. Механизмы банковского проектного финансирования

Глава 3. Направления развития банковского проектного финансирования в России

3.1. Оценка перспектив банковского проектного финансирования в России

3.2. Совершенствование управления рисками в рамках банковского проектного финансирования

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

Проведенное в диссертации изучение существующих в зарубежной и отечественной науке и практике взглядов на проектное финансирование показало отсутствие единых общепризнанных подходов к пониманию как проектного финансирования вообще, так и банковского проектного финансирования, в частности. При том, что все исследователи, выделяя существенные особенности проектного финансирования, обращают внимание на его ориентацию на займы под денежный поток, генерируемый финансируемым за счет кредита проектом, само проектное финансирование трактуется и как метод привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов для крупных проектов с использованием технологии финансового инжиниринга, и как способ реализации инвестиционных проектов, и как особый инструмент осуществления реальных инвестиций.

Систематизация известных определений проектного финансирования позволила выделить три основных подхода к раскрытию его содержания: продуктовый, организационно-технологический и балансовый подходы. В рамках первого подхода проектное финансирование рассматривается исключительно как продукт какого-либо финансового института, в качестве которого чаще всего называют банк. В рамках организационно-технологического подхода акцент делается на организационном и технологическом аспектах мобилизации и использования источников инвестиционных ресурсов. Именно в рамках этих двух подходов выполнено большинство отечественных исследований проектного финансирования. Третий подход, который был назван в диссертации балансовым, чаще представлен в работах зарубежных авторов. В этом случае акцент делается на том, что проектное финансирование выступает сложной операцией, предполагающей как привлечение финансовых ресурсов для реализации крупных проектов, так и их распределение, что предполагает некий баланс, в рамках которого подлежат учету также прибыль всех участников проектного финансирования и потери, которые несут в себе связанные с финансированием риски.

Обобщив представленные в рамках различных подходов характеристики, в диссертации был сделан вывод, что наиболее существенными из них выступают:

- изначальная ориентация проектного финансирования на займ, то есть признание того, что проект не может быть профинансирован самостоятельно;
- значительный размер финансируемых затрат и их долгосрочный характер, что само по себе несет повышенные риски и требует их распределения. Последнее, в свою очередь, предполагает множественность участников финансирования и сложность его схем;

- необходимость создания при осуществлении проектного финансирования специального проектного предприятия, что вытекает из специфики "займа под денежный поток" (в случае, если проект инициируется действующим предприятием, для реализации сложных финансовых схем и локализации рисков требуется отделение проекта от основного бизнеса; в случае осуществления нового проекта, как такового заемщика еще нет, и специальное проектное предприятие выступает тем юридическим лицом, с которым будут строиться все юридические отношения).

Таким образом, для реализации проектного финансирования приходится задействовать сложный механизм, требующий использования приемов финансового инжиниринга, то есть разработку новых финансовых инструментов и операционных схем, обеспечивающих возможность осуществления данной операции.

Для системной характеристики элементов этого сложного механизма в диссертации были выделены: его объект, в качестве которого выступает финансируемый проект; субъекты, которыми являются инициаторы проекта, с одной стороны, и инвесторы и кредиторы - с другой; организационная структура проектного финансирования, предполагающая создание специального проектного предприятия; механизмы осуществления, включающие способы, формы и инструменты финансирования проектов; регулятор, необходимый для создания единого правового и экономического поля деятельности многочисленных участников сложной и долгосрочной сделки; инфраструктура - те институты финансового рынка, без которых невозможна реализация механизмов и схем проектного финансирования.

На основе данной системной характеристики в диссертации был сделан вывод, что проектное финансирование представляет собой совокупность процессов привлечения средств и их размещения и не может рассматриваться исключительно как форма заимствования или инвестирования средств. Также односторонний характер носят определение проектного финансирования в качестве метода или способа осуществления финансирования (последние не могут иметь субъектно-объектных характеристик и являются элементами более сложной системы). Руководствуясь этими доводами, в диссертации была обоснована авторская трактовка проектного финансирования как сложной формы финансовой деятельности по реализации инвестиционного проекта. Вслед за общей характеристикой проектного финансирования предметом проводимого в рамках диссертации теоретического анализа стало банковское проектное финансирование.

Для дефиниции данного явления был избран подход, предполагающий рассмотрение банковского проектного финансирования как формы проектного финансирования, осуществляемого с участием банков. Как показало дальнейшее изучение вопроса, участие банков в осуществлении проектного финансирования существенно меняет его качественные характеристики.

Во-первых, при этом растут масштабы финансирования, обусловленные ролью банков как финансовых посредников, аккумулирующих общественный капитал, в результате чего многократно увеличиваются объемы финансирования.

Во-вторых, участием банков обеспечивается "недостижимая" в других случаях множественность механизмов финансирования. Это происходит в силу на-

личия у банков доступа к ресурсам и рынкам, которые недоступны другим финансовым институтам, а также наличия отсутствующих у любого другого субъекта экономики возможностей внешнего рефинансирования, секьюритизации активов и финансирования затрат за счет депозитно-чековой эмиссии.

В-третьих, на порядок повышается кредитоспособность проекта в силу общественного доверия к банку как участнику сделки проектного финансирования.

Есть у банковского проектного финансирования и обратная сторона - участие банков в проектном финансировании приносит в него новые риски, присущие самой банковской деятельности, а сложность и масштабность проектного финансирования умножают их. При этом растут не только риски, но и затраты (в том числе в покрытие рисков) на осуществление проектного финансирования.

В диссертации доказывается, что новые качества проектного финансирования с участием банка обретаются не автоматически - когда банк выступает в роли простого кредитора или сокредитора, инвестора или соинвестора, это мало чем отличается от обычного банковского долгосрочного кредитования и участия в деятельности какого-либо предприятия. Очевидно, возможности, масштабы, схемы, риски, затраты и характер проектного финансирования меняются в зависимости от степени и уровня участия банка в его осуществлении.

Исключительность банка среди других участников проектного финансирования состоит в особой его роли в экономике как финансового посредника. Проведенный в данном направлении научный поиск позволил сформулировать тезис, что особые качества банковского проектного финансирования обретаются тогда, когда при помощи банка, как финансового посредника, задействуются механизмы субучастия в проекте других контрагентов рынка.

Названные механизмы субучастия в диссертации связываются с финансово-посреднической деятельностью банка при мобилизации ресурсов под финансируемый инвестиционный проект. Такое привлечение средств может быть прямым, когда банк напрямую обуславливает привлечение средств их направлением на финансирование конкретного проекта, предлагая вкладчику часть доходов и выгод от участия в финансировании, или (значительно реже) косвенным, когда привлечение средств ведется под проект, но не обуславливается ходом его реализации. Субучастие может реализовываться на контрактной основе, путем прямых соглашений субучастника с банком и проектной компанией, а также путем выпуска проектных облигаций (характерно для стран с развитым рынком ценных бумаг). Субучастие может быть также финансируемым и нефинансируемым (участием в риске). В первом случае, субучастие в проекте обуславливается непосредственным выделением средств на финансирование. В отличие от финансируемого субучастия, нефинансируемое осуществляется путем выдачи гарантий и поручительств (за рубежом также распространена практика выдачи в этих целях документарных аккредитивов). Однако при наступлении предусмотренных договором нефинансируемого субучастия случаев гаранту и поручителю приходится исполнять свои финансовые обязательства в полной мере. Принимая финансирование на себя, гарант и поручитель оказывается в положении обычного субучастника.

Содержательная характеристика механизмов банковского финансирования приведена в Таблице 1.

Таблица 1

**Содержательная характеристика субучастия в банковском проектном финансировании**

Характеристика	Содержание
Финансирование	Субучастник предоставляет финансирование банку как первоначальному кредитору либо с момента подписания соглашения о субучастии, либо одновременно с выдачей и использованием ссуд, которые банк предоставляет на финансирование проекта
Оформление субучастия	Субучастие может быть оформлено соглашением о субучастии, генеральным кредитным соглашением или депозитным соглашением, заключенным с банком, по которому субучастник принимает на себя обязательства о предоставлении финансирования под проект. Распространенной формой субучастия также является покупка субучастником проектных облигаций
Доля субучастия	Субучастник может принимать участие в общем объеме сделки в определенной договором доле или доле, пропорциональной объему купленных облигаций
Возврат средств от субучастия	Алгоритм возврата средств субучастнику обычно предполагает возврат после фактического получения средств банком, как первоначальным кредитором. Исполняя свои обязательства, банк возвращает субучастнику средства пропорционально доле субучастника в отношении основного долга и процентов по нему
Гарантии и права регресса	Заключаемые соглашения, как правило, являются необеспеченными и незастрахованными
Ограниченный или полный регресс	Обычно платеж первоначального кредитора или погашение обязательств субучастнику имеют ограниченный регресс и, если заемщик не смог исполнить платеж по ссуде, банк освобождается от необходимости исполнения своих обязательств перед субучастником
Права в управлении	Обычно субучастник наделяется только совещательными правами и правами непрямого контроля или влияния на принимаемые решения. Как правило, чем выше доля субучастника, тем выше его совещательные права, или объемы контроля или влияния
Непосредственные отношения с заемщиком	Обычно субучастник не имеет прямых контрактных или иных отношений с заемщиком. Вместе с тем, существование таких прямых отношений не исключается, но носит конфиденциальный характер

Данная в диссертации характеристика содержания банковского проектного финансирования позволила уточнить состав общих и специфических принципов его осуществления.

К общим принципам банковского проектного финансирования были отнесены основополагающие принципы, на которых базируется предоставление банками своих средств - это целевое использование, возвратность и платность. Конечно, финансирование может осуществляться и на безвозвратной (относительно безвозвратной) основе. Однако данный механизм предоставления средств в современных условиях актуален в отношении очень ограниченного числа субъектов рыночных отношений. Для всех остальных рыночных субъектов финан-

сирование всегда осуществляется на рыночных условиях, что предполагает формирование ресурсов на рынке с учетом их стоимости и на определенных условиях, и возвратность - одно них.

К числу специфических принципов банковского проектного финансирования в диссертации были отнесены принципы правовой и экономической обособленности объекта, многоканальности и структурированного характера финансирования, приоритета денежного потока над активами, концевой ориентации (ориентации банка на участие в финансировании последней стадии осуществления проекта), а также множественности форм участия банков в финансировании.

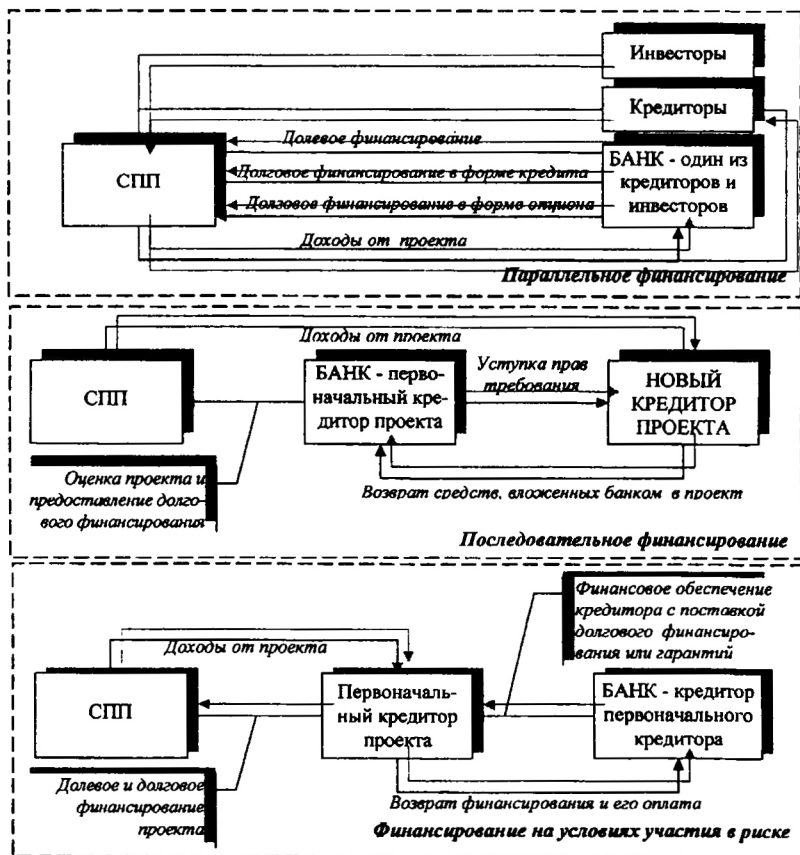
Следующим этапом проводимого анализа стало изучение конкретных механизмов участия банка в финансовом обеспечении инвестиционных проектов. Проведенное в данном направлении исследование позволило сформулировать модели банковского проектного финансирования, которые описывают типичные подходы банка к его организации и осуществлению.

Классификация моделей банковского проектного финансирования с выделением параллельного и последовательного проектного финансирования, а также финансирования на условиях участия в рисках, проведена на основе двух критериев: контроля банка над проектом (устанавливается, устанавливается и утрачивается, не устанавливается) и источника возмещения затрат банка при прямом или косвенном участии в проекте (Рис.1).

В рамках модели параллельного финансирования банк - прямой участник проекта выполняет функцию первоначального кредитора или инвестора проекта, разделяя риски финансирования с другими кредиторами и инвесторами. Банк приобретает права контроля над проектом, соответствующие его статусу, и преследует цель сохранения доли участия в проекте на всех стадиях его реализации, включая участие в распределении доходов от проекта, которые служат источником возмещения затрат банка по проектному финансированию после введения проекта в эксплуатацию.

Суть модели последовательного финансирования заключается в том, что банк, выполняя функцию первоначального кредитора проекта и приобретая, в силу своего участия в проекте, права контроля над ним, не стремится сохранять их до момента реализации проекта. Цель банка - организовать проект, повысить его инвестиционную привлекательность, начать его финансирование и осуществить поиск потенциальных инвесторов, которым будут переуступлены права требования банка по проекту, вместе с правом получения доходов от него.





**Рис. 1. Модели банковского проектного финансирования**

Уступка прав требования банка по проекту может быть реализована различными способами, начиная от самых простых - продажа актива новому кредитору, и заканчивая более сложными, основанными на секьюритизации активов с использованием структурных облигаций. Источником возмещения затрат банка по проектному финансированию являются средства от продажи прав требования по проекту, которые могут быть получены на любой стадии реализации проекта. Отличительной особенностью модели финансирования на условиях участия банка в риске является отсутствие прямого контроля банка за ходом реализации проекта. Банк выполняет функцию финансового обеспечения первоначального кредитора проекта, что обуславливает многовариантность выбора банком как способов финансирования, так и способов возмещения затрат по его осуществлению в зависимости от наличия связи со стадией реализации проекта. Финансирование банком первоначального кредитора - непосредственного участника проекта может осуществляться с поставкой долгового финансирования, когда банк кредитует участника проекта, или путем выдачи банком гарантий

исполнения обязательств участника проекта. Механизм возмещения затрат банка по участию в риске также может быть либо связан со стадией реализации проекта, когда источником возмещения затрат банка по финансированию являются доходы от проекта, полученные его участником, либо затраты банка возмещаются непосредственно участником проекта за счет собственных средств без связи с получением доходов от проекта.

Каждая из описанных моделей банковского проектного финансирования имеет свои достоинства и недостатки, степень их распространенности в банках разных стран определяется комплексом условий, связанных как с макроэкономической средой и состоянием рыночной инфраструктуры, так и наличием регулятивных требований, предъявляемых к деятельности банка по проектному финансированию.

В российской практике распространение получила наиболее консервативная модель проектного финансирования с участием банка - модель параллельного финансирования, которая часто используется в сочетании с моделью участия в риске на условиях выдачи гарантий. Тот факт, что банк - участник этой модели финансирования не может выйти из проекта, налагает на банки наибольшее число ограничений по возможностям его участия в проекте, а именно: банк должен располагать собственным капиталом, достаточным для осуществления инвестиций в капитал (норматив Н12), предоставления крупного кредита (нормативы Н6 и Н7), покрытия рисков проектного финансирования (норматив Н1); банк должен располагать ресурсами с признаками долгосрочности, целевого характера, без права досрочного отзыва; доходов от банковской деятельности, не связанной с реализацией проекта, должно быть достаточно для покрытия затрат на привлечение источников финансирования до момента получения доходов от проекта. Особенности, присущие параллельному финансированию, делают необходимым специализацию банка на проектном финансировании, что в современных условиях доступно только для крупных банков, имеющих статус агента по реализации государственных программ по поддержке инвестиционных проектов.

Описанные ограничения в меньшей степени свойственны модели последовательного финансирования, поскольку задача "запустить проект" в сравнении с задачей "реализовать проект" отличается меньшей капиталоемкостью. В то же время возможности реализации этой модели определяются наличием диверсифицированной инфраструктуры проектного финансирования и вторичного рынка долгов, которые должны способствовать формированию спроса на продаваемые банком активы или секьюритизированные долговые обязательства.

В рамках исследования конкретных механизмов осуществления банковского проектного финансирования в диссертации было также проведено изучение особенностей оценки банком финансируемого проекта. Результатом проведенного в данном направлении исследования стала разработка необходимой для осуществления названных моделей методика многоаспектной оценки проекта в целях как финансируемого, так и нефинансируемого участия банка в его реализации.

Для оценки эффективности долевого участия банка в проекте предложен комбинированный подход, включающий традиционные критерии оценки проекта, дополненные методами применяемыми при оценке бизнеса.

В частности, в диссертации был предложен следующий алгоритм расчетов по оценке финансируемого проекта:

- на первом шаге предусматривается построение прогноза денежных потоков и расчет традиционного показателя чистой текущей стоимости  $NPV$ , за первые три года проекта, т.е. на начальной стадии проекта когда денежные потоки не стабильны;

- на втором шаге, определяется величина посленалоговой операционной прибыли  $NOPLAT$  (по последнему году проекта) и стоимость капитала ( $d$ ) на основании которых рассчитывается стоимость бизнеса по модели Гордона. Речь идет о стадии зрелости, когда денежные потоки проекта стабилизируются. Дополнительно введено понятие продленной стоимости, создаваемой за пределами прогнозного периода ( $P_{extended}$ ), которая продисконтирована за первые три года проекта и прибавлена к значению  $NPV$ :

$$Value = NPV + \frac{P_{extended}}{(1 + d)^3}.$$

В диссертации отмечается, что преимуществами данного подхода являются: возможность оценить проект с позиции инвестора; также появляется возможность сочетать детальность прогнозирования с долгосрочным горизонтом планирования. Помимо этого предложенная методика позволяет преодолеть недостаток традиционного подхода, при котором остается значительная доля неучтенных доходов.

Осуществление проектного финансирования предполагает необходимость оценки не только самого проекта, но и рисков, связанных с его финансированием.

В основу разрабатываемого при этом подхода были положены следующие положения:

- в силу долговременного характера затрат на проектное финансирование разовая оценка рисков участия в проекте не имеет такого значения, как, например, при принятии решения о выдаче кредита. Рисковая ситуация, в которой оказывается участник проектного финансирования, с течением времени меняется, и важна ее динамическая оценка, что определяет первоочередную необходимость учета и анализа в проектном финансировании такой характеристики, как чувствительность проекта к риску (к изменению риска);

- большее, чем где бы то ни было значение рыночных рисков. Успех зависит от конъюнктуры рынка, причем не сегодняшней, а будущей, что осложняет их оценку и выводит на передний план методы, обращенные в будущее, что, в свою очередь, предполагает необходимость ориентации методов управления рисками на их хеджирование;

- связанные с проектным финансированием риски, как правило, не предполагают регресс требований, в результате чего приходится ориентироваться на предварительную стадию оценки риска.

С учетом этих исходных положений в диссертации был разработан методический подход к оценке рисков проектного финансирования и предложен инст-

рументарий и процедуры проведения такой оценки на основе матрицы рисков участников проектного финансирования.

Разработанная матрица рисков проектного финансирования представляет собой комплексную вертикально-горизонтальную группировку участников проектного финансирования (специальное проектное предприятие, подрядчик, поставщики технологий и оборудования, покупатели конечных результатов проекта, банки, другие кредиторы и инвесторы, страховые компании и др. субъекты, сгруппированные по вертикали матрицы) и рисков, которые принимает на себя каждый участник проекта на разных стадиях его реализации (валютный, процентный, рыночный, операционный, технологический, нормативный риски, риск незавершенности проекта, риск недостаточности финансирования и др. риски, сгруппированные по горизонтали матрицы). Каждый участник проекта имеет возможность воздействовать (минимизировать негативные последствия) на риск, присущий специфике его функций в реализации проекта. Соответствующие инструменты управления риском указываются в теле матрицы на пересечении строки "участник проекта" и графы "вид риска". Практическое использование матрицы рисков базируется на утверждении, что чем больше участников проекта одновременно имеют возможность управлять каждым видом риска, тем меньше его совокупное влияние на каждого участника сделки проектного финансирования.

Также в диссертации был разработан комплекс рекомендаций по развитию банковских инноваций в проектном финансировании. Учитывая множественность форм участия банка в проектном финансировании банковские инновации рассматривались с позиций введения в российскую практику новых банковских продуктов, которые позволяют решать комплекс задач: конструировать финансовые схемы, предусматривающие нестандартные потоки денежных средств; использовать комбинацию различных финансовых инструментов для защиты от риска, в том числе и за счет сотрудничества с другими экономическими агентами, готовыми брать на себя риски; развивать нефинансируемые формы участия банка в проекте.

Конструирование новых финансовых схем финансирования касается внедрения в российскую практику новых способов аккумулялирования необходимых для банковского проектного финансирования ресурсов. Речь идет о таких широко используемых за рубежом способах привлечения средств, как целевые и брокерские депозиты, обусловленные инвестиционные займы, социальное и страховое накопительство, общие фонды банковского управления и др. Задействование таких механизмов позволит банку увеличить долю долгосрочных ресурсов с минимальным риском изъятия и повысить заинтересованность частных инвесторов в хранении средств в банке, поскольку потенциальный инвестор, вкладывая средства в банк, заранее знает, куда они будут размещены. Банк фактически создает фонды коллективного управления и от своего имени размещает средства в те проекты, которые видятся перспективными непосредственным доверителям. Потребности сберегателей банка, склонных к индивидуальному инвестированию средств, могут быть удовлетворены с помощью индексных депозитов, доходность которых "привязана" к доходам от проекта.

Инновации в области защиты банка - участника проекта от риска основаны на механизмах рефинансирования банковского проектного финансирования с использованием финансовых инструментов, позволяющих передать риск (или его часть) от банка - кредитора (инвестора, гаранта) другому экономическому субъекту. Здесь интерес могут представлять долевые ценные бумаги, выпускаемые под пулы кредитов, выданных в рамках проектного финансирования, (mortgage-backed security, participation certificate, бумаги типа "pass-through"), долговые ценные бумаги - кредитные ноты (credit notes) и связанные кредитные ноты (credit-linked notes), а также кредитные деривативы (credit derivatives) и кредитные дефолтные свопы (credit default swaps).

Банковские инновации, связанные с развитием нефинансируемых форм участия банка в проекте, базируются на встраивании в банковское проектное финансирование новых, для российских банков инвестиционно - банковских услуг, сопутствующих реализации проекта. К их числу были отнесены:

- финансовый консалтинг путем экспертизы проектов и разработки предложений по схемам и источникам финансирования проекта;

- организация и управление займами, предполагающие формирование синдиката, распределение риска между участниками проекта, структурирование и организация финансового пула;

- андеррайтинг при синдицированном кредитовании или размещении проектных облигаций, связанный с предоставлением гарантий участникам проекта (организатор гарантирует наличие доступных средств для финансирования проекта, даже если не будут найдены кредиторы, заинтересованные в его финансовой поддержке).

В целях развития проектного финансирования, а также повышения роли банков в его осуществлении и более активного использования моделей "последовательного банковского финансирования" и "банковского финансирования на условиях участия в риске", в диссертации сделаны предложения по совершенствованию порядка рефинансирования и регулирования рисков для банков, принимающих участие в проектном финансировании:

1. Для развития вторичного рынка прав требований по кредитным договорам, заключенным между банками и специальными проектными предприятиями, и обеспечения банков долгосрочными финансовыми ресурсами необходимо создание специального государственного органа по поддержке банков, осуществляющих финансирование инвестиционных проектов (Агентства проектного финансирования). В состав функций этого Агентства должны входить рефинансирование банков на условиях уступки прав требований по кредитным договорам на цели кредитования инвестиционных проектов, а также оказание прямой помощи заемщикам банка (специальным проектным предприятиям) на цели реструктуризации имеющихся у них долговых обязательств перед банками. Важно, чтобы возможность государственной поддержки распространялась на банки, чьи условия по проектному финансированию заемщиков соответствуют кредитным стандартам Агентства.

2. В целях покрытия возможных кратковременных дисбалансов в обеспечении ликвидностью банков, занимающихся проектным финансированием, следует внести коррективы в действующий в настоящее время порядок кредитования

Банком России коммерческих банков под нерыночные активы. В частности, отдельные требования, предъявляемые к предприятиям, чьи права требования по кредитным договорам принимаются в качестве обеспечения кредитов Банка России (период деятельности предприятия-заемщика должен составлять не менее трех лет, доля участия банка в уставном капитале заемщика или доля участия предприятия в уставном капитале банка не должны превышать 20%) изначально невыполнимы для банковского проектного финансирования, когда получателем банковских ссуд выступает новое, специально созданное для этих целей предприятие, а участие банка в уставном капитале заемщика позволяет осуществлять полноценный контроль за масштабным и рискованным проектом. На этом основании сделан вывод о необходимости смягчений существующих требований к предприятиям, чьи права требования по кредитным договорам в порядке финансирования инвестиционных проектов, могли бы служить обеспечением по кредитам, предоставляемым Банком России.

3. Для активизации участия банков в финансировании инвестиционных проектов следует отказаться от установления по сделкам проектного финансирования экономического норматива риска на одного заемщика (Н6) и не включать объем требований банка к заемщику - специальному проектному предприятию в расчет обязательного экономического норматива совокупной величины кредитных рисков (Н7). Существенным условием для реализации этой регулятивной нормы должно стать наличие государственной гарантии по финансируемому проекту, как минимум, в доле участия банка.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

### **Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:**

1. Русановская Е. В. Проектное финансирование как способ привлечения долгосрочных инвестиций /Е.В. Русановская// Вестник Саратовского государственного аграрного университета. - 2009. - №8. -0,3 п.л.

2. Русановская Е. В. Банковские риски в условиях текущего финансового кризиса /Е.В. Русановская// Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2009. - №3 (27). – 0,4 п.л.

3. Русановская Е. В. Банковские услуги в рамках проектного финансирования /Е.В. Русановская// Вестник Саратовского государственного аграрного университета. - 2009. - №7. -0,2 п.л.

4. Русановская Е.В. Риски инвестиционной деятельности при осуществлении слияний и поглощений /Е.В. Русановская// Вестник Тамбовского государственного университета. - 2009. - №9. – 0,5 п.л.

### **Статьи и тезисы докладов в других изданиях:**

5. Русановская Е.В. Финансовая устойчивость как фактор кредитоспособности /Е.В. Русановская// Региональные агросистемы: экономика и социология. Ежегодник. - Саратов: ИАГП РАН, 2007. – 0,3 п.л.

6. Русановская Е.В. Инвестиционные операции в структуре деятельности коммерческих банков /Е.В. Русановская//Региональные агросистемы: экономика и социология. Ежегодник. - Саратов: ИАГП РАН, 2006.- 0,1 п.л.

7. Русановская Е.В. Классификация банковских рисков //Закономерности развития региональных агропродовольственных систем: Материалы Всероссийской школы молодых ученых 23-24 октября 2007 г.- Саратов: ИАГП РАН, 2007. - 0, 2 п.л.

8. Русановская Е.В. Теоретические основы управления инвестиционной деятельностью коммерческого банка. Саратов: Изд. ИАГП РАН. 2007. – 2,5 п.л.

9. Русановская Е.В. Методы анализа кредитоспособности заемщиков в системе управления банковскими рисками. Саратов: Изд. ИАГП РАН. 2007. – 4 п.л.

10. Русановская Е.В. Роль оценки кредитоспособности заемщика в развитии кредитных отношений /Е.В. Русановская// Управление экономическими процессами в России: Сб. науч. тр.- Саратов: СГТУ, 2006.- 0,3 п.л.

11. Русановская Е. В. Риски банков как инвестиционных институтов. /Е.В. Русановская//Закономерности развития региональных агропродовольственных систем: Материалы Всероссийской школы молодых ученых 19-20 октября 2006 г. Саратов: ИАГПРАН, 2006.- 0,1 п.л.

12. Русановская Е.В. Инновационный потенциал и риски коммерческих банков/Е.В. Русановская // Человеческие ресурсы: формирование, развитие, использование. Сб. науч. тр. по мат. научно-практ. конф. - Саратов: СГТУ, 2007.- 0,3 п.л.

13. Русановская Е. В. Основные направления инвестиционной деятельности банков/ Е.В. Русановская // Закономерности трансформации аграрных отношений и проблемы реформирования агропромышленного комплекса: Материалы научных чтений, посвященных первому директору ИАГПРАН В.Б. Островскому (Островские чтения 2006) 18-19 октября 2006 г. – 0,2 п.л.

14. Русановская Е. В. Коммерческие банки как инвестиционные институты. /Е.В. Русановская// Современные проблемы социально-экономического развития России: Сб науч. тр. по итогам Всероссийской студенческой научно-практ конф. Саратов, СГСЭУ, 2006.- 0,2 п.л.

10' 2

Подп  
Бумаг  
Печат  
Заказ

с84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>  
Times"  
л. 1,0  
00 экз.